

【广发纺服&海外】江南布衣 (03306.HK)

高 ROE 高股息筑基，设计师品牌韧性凸显

核心观点：

- **高 ROE、高分红的设计师品牌龙头+时尚品牌矩阵。**江南布衣为设计师品牌时尚集团龙头，集团旗下拥有成熟品牌 JNBY、成长品牌速写、jnby by JNBY 和 LESS 及多个新兴品牌，涵盖不同年龄及阶层的消费者。除 FY2020 受疫情影响外，公司 FY2015-FY2024 年 ROE 均维持在 32% 以上水平，是消费品行业中具备高稳定性盈利能力的优质标的，同时持续 70% 以上分红率回馈股东。
- **兴趣消费兴起，设计师品牌韧性凸显。**新青年群体引领“兴趣消费”潮流，愿为个性化体验和爱好支付溢价，而设计师品牌能吸引到更加稳固和忠诚的群体，业绩具备韧性。
- **公司核心竞争力：（1）设计主导零售，艺术赋能产品力。**设计的原创性为品牌成功的核心动力，持续推动有效激励和投入，维持设计师团队与品牌的深度绑定。（2）**构建多元品牌矩阵，实现全面市场覆盖与持续高质量增长。**FY2024 公司营收利润均大幅提升，丰富的品牌矩阵下各品牌发展成果显著，公司通过多品牌联动，打造创新零售新场景。（3）**融合粉丝经济与数智化策略，优化全域零售转化效能。**线下渠道稳步增长，构建稳定线下网络，注重店效提升；线上渠道快速发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 FY2025-FY2027 年 EPS 分别为 1.68/1.74/1.94 元/股，参考可比公司，考虑公司优于同业的盈利能力，给予公司 FY2025 年 PE 估值 10 倍，对应合理价值 18.25 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济下滑的风险、运营效率下降的风险、品牌调性下降的风险。

盈利预测：*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	4,465	5,238	5,522	6,014	6,572
增长率 (%)	9.3%	17.3%	5.4%	8.9%	9.3%
EBITDA	1,202	1,570	1,281	1,334	1,491
归母净利润	621	849	873	900	1,006
增长率 (%)	11.2%	36.7%	2.9%	3.1%	11.8%
EPS (元/股)	1.20	1.64	1.68	1.74	1.94
市盈率 (P/E)	6.5	8.6	8.2	7.9	7.1
ROE (%)	31.4%	38.4%	36.6%	35.1%	36.4%
EV/EBITDA	3.0	4.2	4.9	4.7	4.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

备注：RMB/HKD 汇率选取 0.92256

公司评级

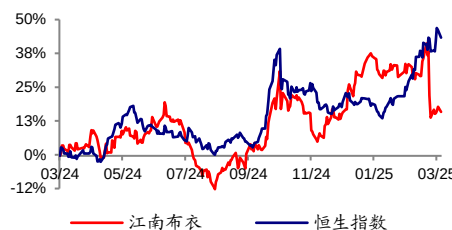
当前价格	14.90 港元
合理价值	18.25 港元
报告日期	2025-03-11

买入

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	518.75/518.75
总市值/流通市值 (百万港元)	7729/7729
一年内最高/最低 (港元)	18.12/11.88
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.74/43
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-0.80/13.44

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

李咏红



SAC 执证号：S0260523100001

021-38003542



liyonghong@gf.com.cn

请注意，李咏红并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司概况：设计师品牌龙头+时尚品牌矩阵	5
（一）历史沿革：设计品牌起家，逐步构建多品牌矩阵	5
（二）股权结构稳定，管理团队经验丰富：	5
（三）高 ROE+高股息，持续回馈股东	7
二、行业分析：兴趣消费兴起，设计师品牌韧性凸显	10
三、公司设计力+品牌力+粉丝运营构建护城河	13
（一）设计力：设计主导零售，艺术赋能产品力	13
（二）品牌力：构建多元品牌矩阵，实现全面市场覆盖与持续高质量增长	15
（三）渠道力：融合粉丝经济与数智化策略，优化全域零售转化效能	19
四、盈利预测和投资建议	24
五、风险提示	27

图表索引

图 1: FY2015-FY2023 同业期间费用率比较	9
图 2: FY2015-FY2023 同业销售费用率比较	9
图 3: FY2017-FY2023 同业股息率比较	9
图 4: FY2017-FY2023 同业股利支付率比较	9
图 5: 2024 年中国新青年日常消费诉求	10
图 6: 2024 年中国新青年消费者对生活必需品消费最关注因素 TOP10	11
图 7: 2024 年中国新青年消费者对非生活必需品消费最关注因素 TOP10	11
图 8: 2024 年中国新青年消费者购买高颜值生活日用品的原因	11
图 9: 2024 年中国新青年消费者对生活日用品的风格偏好	11
图 10: 中国新青年消费者对产品溢价消费的态度	12
图 11: 中国新青年消费者对百元以下的产品溢价比例的接受度	12
图 12: FY2014-2016, FY2022-2025H1 公司产品设计及研发费用（百万元）及 费用率（%）	14
图 13: FY2022-2024H1 中高端女装品牌研发费用（百万元）	14
图 14: FY2022-2024H1 中高端女装品牌研发费用率（%）	14
图 15: 公司历年营收、利润（亿元）及增速	16
图 16: 公司历年毛利率和净利率	16
图 17: 公司历年分品牌营收（亿元）	17
图 18: 公司历年分品牌营收结构	17
图 19: 公司历年各品牌组合营收增速	17
图 20: 公司历年各品牌营收增速	17
图 21: 公司历年各品牌组合毛利率	18
图 22: 公司历年各品牌毛利率	18
图 23: 公司历年各品牌门店数（家）	18
图 24: 公司历年各品牌门店数量结构	18
图 25: 公司数智零售渠道 GMV（亿元）及增速	19
图 26: 公司多品牌集合店营收（亿元）及增速	19
图 27: 公司存货共享和分配系统零售增量（亿元）贡献及增速	20
图 28: 公司历年会员转化率	21
图 29: JNBY 及可比品牌平台粉丝数量（万）(截至 2025.1.8)	21
图 30: 公司历年分渠道营收（亿元）及增速	22
图 31: 公司历年分渠道营收结构	22
图 32: 公司历年分渠道毛利率	22
图 33: 公司历年分门店数量及增速	23
图 34: 公司历年门店结构	23
图 35: 公司门店数量增速及同店销售增速	23
图 36: 公司历年门店结构	23
图 37: FY24 年公司中国地区零售店铺地理分布数量（家）	24
图 38: FY24 年公司中国地区零售店铺地理分布结构	24
图 39: FY2024 中国内地城市层级店铺分布（按店铺规模占比）	24

图 40: FY2024 中国内地城市层级零售额分布（按零售规模占比）24

表 1: 公司主要股东（2024 年 6 月 30 日）6

表 2: 公司主要高管简历（2024 年 6 月 30 日）6

表 3: 同业 ROE 拆分.....8

表 4: 江南布衣近 5 年平均 ROE 在我国消费品行业中排行第 4（仅考虑 A 股） .8

表 5: 设计师品牌时装产品特征.....12

表 6: 公司品牌矩阵15

表 7: 公司会员体系发展情况20

表 8: 分业务盈利预测拆分25

表 9: 可比公司估值（收盘价截至 2025 年 3 月 10 日）26

一、公司概况：设计师品牌龙头+时尚品牌矩阵

作为中国有影响力的设计师品牌时尚集团，江南布衣致力于设计、推广及出售时尚服装、鞋类配饰及家居类产品。截至2024年12月31日，集团旗下拥有多个品牌，涵盖三个不同的发展阶段：成熟品牌JNBY；三个成长品牌速写、jnby by JNBY和LESS；一系列新兴品牌POMME DETERRE（蓬马）、onmygame、JNBYHOME和B10CK等。品牌组合多元化和细分化，可为大多数年龄阶层的消费者提供服务，并在集团统一理念“自然而然地做自己”（Just Naturally Be Yourself）的指导下呈现各具特色的设计风格。

（一）历史沿革：设计品牌起家，逐步构建多品牌矩阵

江南布衣的发展历程可分为三个阶段：

本土扎根，品牌初创（1994-2004）：1994年，江南布衣在杭州正式开展服装业务，并于1998年注册了“JNBY”品牌，标志着品牌的正式创立。2003年，公司推出了高端女装品牌LESS，为其拓展市场和品牌形象奠定了基础。这个阶段是江南布衣从零开始，逐步树立品牌标识和声誉的关键时期。

多元布局，品牌矩阵构建（2005-2016）：2005年，公司发布男装品牌速写，同年在俄罗斯莫斯科开设了首家海外店铺，迈出了国际扩展的步伐。2010年，公司推出了童装品牌JNBY by JNBY。2015年，江南布衣创新推出了江南布衣+概念店，并且在2016年成功上市，标志着公司进一步走向成熟与资本化。同年，公司发布了家居品牌JNBYHOME和新的童装品牌Pomme de terre。这一阶段标志着江南布衣逐步走向国际化，并开始多品牌战略布局。

创新引领，可持续发展（2017至今）：自2017年起，江南布衣进入了一个以创新和可持续发展为核心的新阶段。2018年，LESS品牌首次举办了独立大秀，增强了其高端品牌的市场影响力。同年，JNBY在纽约举办了大秀，进一步提升了国际化形象。2019年，公司在全球14个国家和地区开设门店，并推出了零售数智化平台“不止盒子”。2021年，江南布衣积极响应环保，成为中纺联“3060碳中和加速计划”的第一批成员，展示了其对可持续发展的承诺。2024年，公司推出可持续生活品牌RE;RE;RE;LAB，并收购童装品牌onmygame，为品牌的多元化发展注入新的活力。这个阶段是江南布衣在全球化的基础上，致力于创新、可持续发展和艺术文化融合的新时代。

（二）股权结构稳定，管理团队经验丰富：

公司的实际控制人为创始人吴健、李琳夫妇，股权集中且结构稳定。根据Wind，截至2024年6月30日，董事会主席吴健先生和执行董事兼首席创意官李琳女士，通过设立Ninth Investment以及Ninth Capital Limited合计持股61.39%，执行董事兼首席执行官吴华婷女士直接持股1.00%，公司股权结构整体较为集中且稳定。

表 1: 公司主要股东 (2024 年 6 月 30 日)

序号	姓名	直接持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	Ninth Investment Limited	163,981,000	31.61
2	Ninth Capital Limited	154,477,000	29.78
3	吴华婷	5,212,000	1.00
合计		323,670,000	62.39

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

管理层行业经验及管理经验丰富。根据公司财报,公司高管成员大多较早进入公司,行业经验及管理经验丰富。

表 2: 公司主要高管简历 (2024 年 6 月 30 日)

姓名	职务	简介
吴健	执行董事, 公司主席	集团共同创始人, 执行董事及公司主席, 主要负责为集团制定整体发展策略及监督其营运。于时装行业拥有 30 年业务营运经验, 自 1994 年末起致力于经营李琳女士的服装设计, 以及建立与发展集团。2017 年底取得香港城市大学商学院高级工商管理硕士学位。为执行董事兼首席创意官李琳女士的丈夫以及集团生产及采购中心总经理吴立文女士的弟弟。
		集团的共同创始人, 执行董事及集团首席创意官, 主要负责服装业务的设计与创新。于服装设计与零售业务有 30 年的经验, 于 1994 年末在杭州开展销售女士服装, 逐步创立及开发设计; 与吴先生于 1996 年开设售卖其设计的首间零售店; 于 1997 年成立杭州江南布衣服饰有限公司。自 2024 年 5 月起担任英国泰特美术馆国际理事; 2020 年及 2021 年连续两年上榜 Artnews Top Collector 200。于 1992 年 7 月取得浙江大学化学学士学位。为本集团主席兼执行董事吴健先生的妻子。
李琳	执行董事, 首席创意官	公司行政总裁及执行董事, 主要负责集团整体战略制定、业务规划及发展。有逾 20 年的零售、互联网行业的运营、管理及投资经验, 于 2011-2018 年为私募股本投资基金 Vision Knight Capital General Partners Ltd. 的合伙人。曾自 2006 年起担任阿里巴巴(中国)网络技术有限公司资深总监, 主要负责公司品牌、业务营销运营及互联网在线营销的营销渠道管理和运营优化; 于 2002-2006 年担任 UT 斯达康通讯有限公司市场发展总监; 于 1998 年至 2001 年底担任顶新国际集团旗下杭州顶益国际食品有限公司产品经理。于 1997 年获得浙江大学机械工程学士学位, 且持有美国项目管理协会(PMI)的项目管理专业(PMP)专业认证及中国证券投资基金业协会的从业资格认证。
		2015 年 9 月加入集团后获委任为集团财务总监, 2021 年 8 月获委任为集团副总裁, 2022 年 12 月获委任为集团首席财务官, 主要负责集团的会计财务、投资并购、融资、投资者关系、物流、法务、内部审核、风险管理及电子商务业务管理。在会计、预算及控制、资金、企业融资及税务方面拥有丰富的经验, 曾于 2010--2015 年担任上市公司浙江大华技术股份有限公司的财务分析经理; 于 2008-2010 年担任立信会计师事务所项目经理; 于 2006-2008 年担任浙江中诚会计师事务所核数师。于 2006 年获得浙江大学园林专业学士学位, 且持有中国注册会计师证书、注册资产评估师证书、税务师证书和法律职业资格证书。
吴华婷	行政总裁, 执行董事	2019 年 9 月加盟集团起出任集团首席营销官, 主要负责集团品牌营销策略、会员营运、店铺形象设计、公共关系维护、数智零售、渠道拓展以及 JNBY 品牌、速写品牌、LESS 品牌自营业务管理、海外事业部的业务及运营管理。于零售业务及营运积逾 20 年工作经验, 曾于 2018 年 9 月至 2019 年 9 月担任上海拉夏贝尔服饰股份有限公司营销副总裁兼 NAFNAF 品牌中国区首席执行官; 于 2017-2018 年担任盖璞(上海)商业有限公司(GAP)市场总监。于 2003 年 5 月取得美国纽博大学(American Newport University)工商管理硕士学位。
		2021 年 5 月加盟集团时获委任为首席运营官, 主要负责集团的数据中心、研发中心、onmygame 品牌的运营管理、jnby by JNBY 品牌 POMME DE TERRE(蓬马)品牌的线下自营和经销业务管理, 并负责 JNBY 品牌、速写品牌及 LESS 品牌的经销业务管理。于服装行业运营管理具有近 20 年的经验, 曾于 2015-2021 年先后担任 EPO Fashion Group 董事总经理和集团副总裁, 主要负责 EPO 集团 3 个品牌(MO&Co./edition/little MO&Co.)线下自营零售及全国特许加
范永奎	首席财务官、副总裁、财务总监	
黄盛	首席营销官	
管宏春	首席运营官	

盟业务，集团全品牌商品管理及比分析管理。于 2002 年 3 月毕业于上海工程技术大学，主修服装设计。

聂延路	副总裁	于 2019 年 4 月获委任为集团副总裁，主要负责速写品牌的经销业务。于营运及推广积逾 20 年工作经验，自 2002 年 8 月加盟集团以来在杭州慧康实业有限公司担任负责 JNBY 品牌推广的多个职位，包括于 2002-2011 年担任市场总监及业务部总经理；于 2011 年 6 月加入江南布衣服饰并担任江南布衣品牌业务中心总经理；于 2015 年 8 月获委任为集团 JNBY 品牌及速写品牌营业部总经理。加盟集团前曾于珠海经济特区飞利浦家庭电器有限公司及美宝莲(苏州)化妆品有限公司工作。于 2018 年 7 月取得北京大学光华管理学院行政人员工商管理硕士学位。
吴立文	部门总经理	2004 年 7 月加入集团，获委任为集团生产及采购中心总经理，主要负责监督业务运营的制造及采购事务，且一直担任多家附属公司董事。于服务制造业务积近 20 年的工作经验。曾于 2004-2012 年担任慧康实业的生产及采购中心总经理。于 2004 年 6 月取得医学硕士学位。为董事会主席、执行董事吴健先生的姐姐。
谢培旺	部门总经理	自 2015 年 12 月加盟集团以来，主要负责电子商务整体运营工作，出任电商运营中心总经理。于 2017-2019 年兼任全渠道会员运营部负责人，于 2019-2023 年兼任 JNBYHOME 品牌业务中心总经理。拥有逾 15 年的互联网从业经验，曾于 2008-2015 年就职于阿里巴巴集团，分别从事男装、女装等多个行业运营岗位。于 2004 年 7 月获得厦门南洋学院大专课程毕业证书，主修电子商务专业。
方磊	首席信息官	于 2014 年 4 月加盟集团时获委任为信息中心项目经理，于 2017 年 3 月获委任为信息中心总监，于 2021 年 8 月获委任为首席信息官，主要负责制定集团的信息规划，信息技术平台搭建，互联网产品的设计和研发。拥有逾 15 年的信息系统研发和管理经验。曾于 2005-2014 年担任石基大商信息技术有限公司(原名北京富基融通科技有限公司)开发经理，负责购物中心和百货公司 ERP 管理系统、CRM 系统的研发和项目管理工作。于 2011 年 12 月获得华中科技大学工程硕士，主修计算机技术。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）高 ROE+高股息，持续回馈股东

受益于盈利水平、营运水平和偿债能力三者的优秀表现，公司ROE维持32%+水平。除FY2020受疫情影响外，公司FY2015-FY2024年ROE均维持在32%以上水平。其中FY2018年起ROE赶超女装行业公司地素时尚成为行业第一；FY2020年受到疫情等因素影响公司ROE水平有所回落，但仍保持在23.94%的优良水平。（1）横向对比国内外主要女装公司，江南布衣FY2015至今平均ROE为34.40%，位居行业首位。将ROE进一步拆分，公司盈利水平、营运水平和偿债能力突出是维持高ROE的主要原因。公司FY2024销售净利率为16.20%，资产周转率为1.24次，权益乘数为2.03。FY2023公司销售净利率为13.91%，仅次于地素时尚（18.64%）；资产周转率1.12次，权益乘数2.17，均位居行业首位。（2）从消费品行业来看（以SW农林牧渔、SW汽车、SW家电、SW食品饮料、SW纺织服饰、SW商贸零售、SW社会服务、SW美容护理所含A股公司），若以2019年之前上市、2019-2023年公司ROE（平均口径）均高于20%且平均年净利率高于10%为条件筛选A股消费品行业公司，筛选结果仅余12家公司，将江南布衣与筛选后的公司作对比，公司近5年平均ROE排名第4，说明公司是纺服行业甚至是消费品行业中具备高稳定性盈利能力的优质标的。

表 3: 同业 ROE 拆分

公司	指标	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
江南布衣	ROE	49.07%	60.79%	42.92%	32.25%	35.92%	23.94%	40.42%	32.86%	33.89%	40.91%
	销售净利率	12.20%	12.57%	14.21%	14.32%	14.43%	11.17%	15.68%	13.68%	13.91%	16.20%
	资产周转率（次）	1.61	1.87	1.60	1.42	1.52	1.21	1.24	1.06	1.12	1.24
	权益乘数	2.49	2.58	1.89	1.59	1.63	1.77	2.08	2.27	2.17	2.03
赢家时尚	ROE	27.30%	27.21%	25.39%	23.61%	18.61%	13.73%	15.25%	9.64%	19.55%	-
	销售净利率	15.88%	14.61%	11.49%	10.81%	9.76%	8.46%	8.83%	6.73%	12.07%	-
	资产周转率（次）	1.30	1.32	1.50	1.50	1.14	0.95	1.07	0.91	1.05	-
	权益乘数	1.33	1.41	1.47	1.45	1.67	1.71	1.62	1.57	1.55	-
地素时尚	ROE	71.85%	63.67%	43.98%	25.99%	19.52%	18.67%	19.16%	10.44%	13.42%	-
	销售净利率	27.17%	28.77%	24.67%	27.33%	26.25%	24.56%	23.79%	16.02%	18.64%	-
	资产周转率（次）	1.53	1.37	1.26	0.79	0.63	0.64	0.66	0.53	0.59	-
	权益乘数	1.73	1.61	1.41	1.21	1.17	1.19	1.22	1.23	1.22	-
锦泓集团	ROE	8.42%	7.08%	12.25%	13.45%	4.35%	-27.50%	9.94%	2.53%	9.18%	-
	销售净利率	16.32%	13.60%	13.48%	7.41%	8.84%	3.74%	-18.68%	5.18%	1.83%	-
	资产周转率（次）	0.57	0.48	0.62	0.47	0.43	0.53	0.74	0.64	0.77	-
	权益乘数	1.08	1.10	2.65	3.27	2.71	2.77	2.61	2.16	1.82	-
歌力思	ROE	14.73%	12.18%	15.87%	16.58%	16.97%	21.81%	12.06%	0.73%	3.74%	-
	销售净利率	19.14%	17.49%	14.73%	14.98%	13.65%	22.68%	12.86%	0.85%	3.62%	-
	资产周转率（次）	0.62	0.51	0.67	0.67	0.74	0.56	0.58	0.54	0.65	-
	权益乘数	1.25	1.36	1.61	1.64	1.69	1.72	1.60	1.59	1.59	-
欣贺股份	ROE	20.82%	10.56%	10.92%	11.45%	12.77%	7.29%	9.63%	4.38%	3.53%	-
	销售净利率	19.87%	12.33%	11.76%	11.69%	12.33%	9.72%	13.66%	7.41%	5.69%	-
	资产周转率（次）	0.85	0.70	0.75	0.77	0.80	0.60	0.57	0.47	0.48	-
	权益乘数	1.23	1.22	1.24	1.27	1.29	1.26	1.24	1.27	1.28	-
日播时尚	ROE	17.24%	16.38%	11.80%	4.09%	0.94%	-5.44%	9.67%	2.00%	2.13%	-
	销售净利率	8.37%	7.97%	7.79%	3.39%	0.79%	-5.78%	7.93%	1.74%	1.66%	-
	资产周转率（次）	1.38	1.35	1.15	0.94	0.92	0.74	0.89	0.77	0.85	-
	权益乘数	1.49	1.52	1.32	1.29	1.30	1.28	1.37	1.49	1.51	-

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4: 江南布衣近 5 年平均 ROE 在我国消费品行业中排行第 4（仅考虑 A 股）

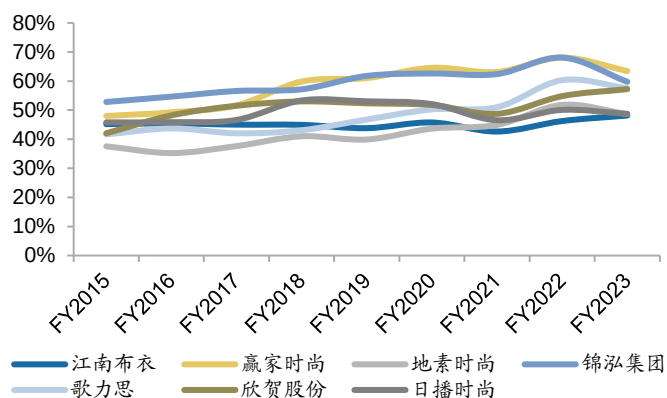
公司	所属行业	2019-2023 年平均净利率（%）	2019-2023 年平均 ROE（%）
重庆啤酒	食品饮料	18.27	77.68
水井坊	食品饮料	25.04	39.72
山西汾酒	食品饮料	26.08	38.68
江南布衣	纺织服饰	13.77	33.41
贵州茅台	食品饮料	52.26	32.60
泸州老窖	食品饮料	37.79	30.65
浙江美大	家用电器	28.23	29.67
海天味业	食品饮料	25.81	29.23
飞科电器	家用电器	17.98	25.19

五粮液	食品饮料	37.11	25.07
珀莱雅	美容护理	12.53	24.07
今世缘	食品饮料	31.01	23.12
承德露露	食品饮料	22.08	22.93

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

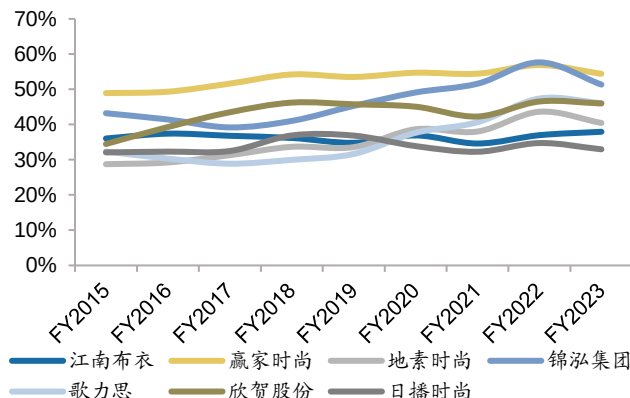
公司优秀销售净利率主要得益于低费用率。受益于规模效应以及设计师品牌的独特生意模式,公司的期间费用率尤其是销售费用率在行业中处于较低水平, FY2024期间费用率为44.29%,同比减少3.86pct; 销售费用率为34.85%,同比减少3.10pct。

图 1: FY2015-FY2023 同业期间费用率比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

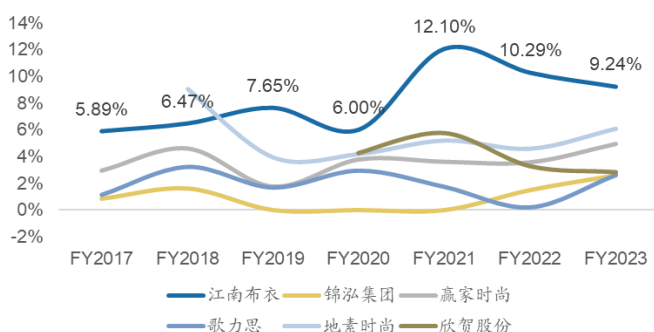
图 2: FY2015-FY2023 同业销售费用率比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

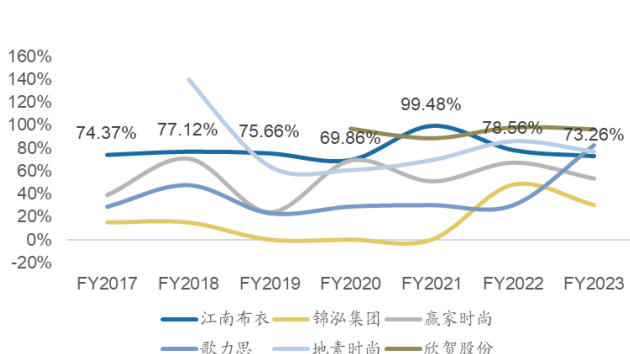
高分红持续回馈股东。公司2006年上市至今,累计现金分红14次,累计现金分红40.20亿港元。公司现金流稳定,盈利状况良好,历年股息率及股利支付率居同业前列, FY2024股息率达10.62%,股利支付率达95.25%。

图 3: FY2017-FY2023 同业股息率比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: FY2017-FY2023 同业股利支付率比较



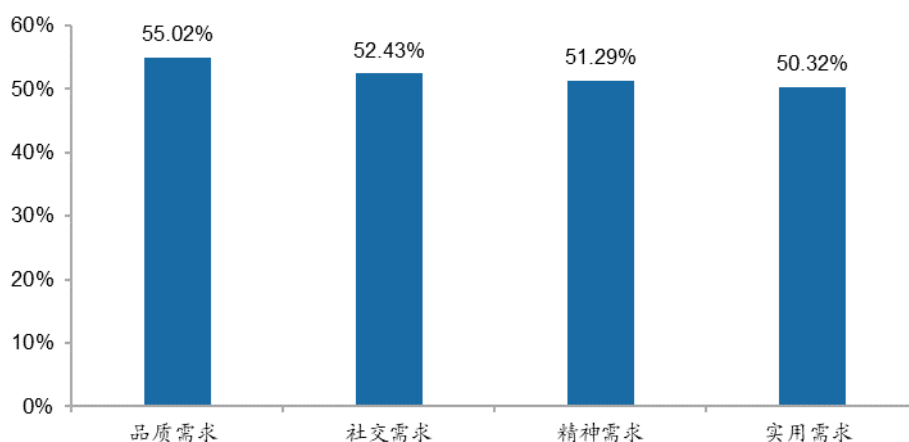
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、行业分析：兴趣消费兴起，设计师品牌韧性凸显

“兴趣消费”成为不可忽视的重点经济趋势。近年来，社会物质生活日渐富裕，人民精神文化需求日益增长，消费群体迭代，消费领域兴起了“兴趣”引导消费的浪潮。“兴趣消费”概念由名创优品集团董事会主席兼首席执行官叶国富在2020年提出，他认为，社交、情感和精神诉求的提升带来了一种新的消费趋势，兴趣消费是年轻消费群体自身情绪、意识和个性的一种表达。兴趣消费是在社会经济水平不断发展和物质不断丰富的环境下产生的新消费概念，主要体现在拥有一定经济基础、消费观念新潮的年轻一代，在日常购物、娱乐花销上除了关注产品/服务的实用价值外，还追求产品/服务的社交、悦己、情感属性、文化属性等附加价值，甚至愿为这些附加价值产生的溢价买单的消费现象。

“生活质量”和“社交”成为青年消费诉求。艾媒咨询调研数据显示，新青年消费者首要以提升生活品质为消费核心，从而购买品质消费类产品；其次是购买维系社交需求的礼物消费品，目的是为了融入圈层，与同好人群有共同话题。新青年消费者为兴趣买单的目的在于提升生活质量和融入社交圈层。

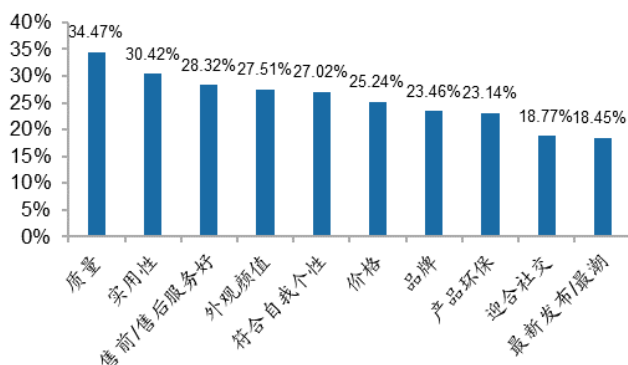
图 5：2024年中国新青年日常消费诉求



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

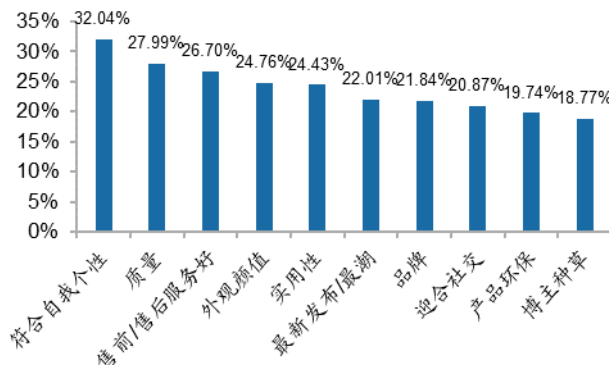
中国新青年消费者在消费上展现出了鲜明的个性化和品质化偏好。艾媒咨询数据显示，购买生活必需品时，质量、实用性、售前/售后服务质量、外观颜值、符合自我个性是新青年消费者最关注的五个因素，占比依次为34.47%、30.42%、28.32%、27.51%、27.02%。而在购买非生活必需品时，消费最关注因素TOP10中，32.04%消费者会选择符合自我个性，27.99%消费者会选择质量，26.70%消费者会选择售前/售后服务好，24.76%消费者会选择外观颜值，24.43%消费者会选择实用性。个性匹配度成为新青年群体的首要考量，凸显了他们对于消费品能够体现自我风格和身份认同的追求。

图 6：2024年中国新青年消费者对生活必需品消费最关注因素TOP10



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

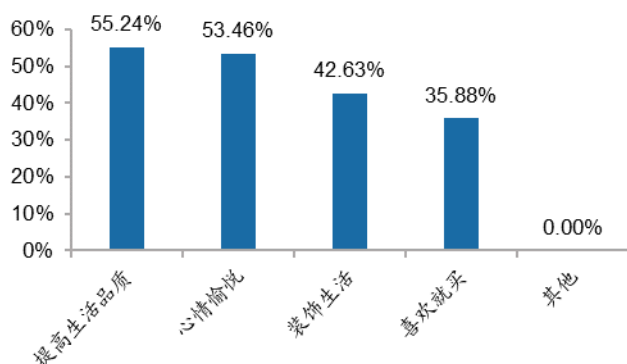
图 7：2024年中国新青年消费者对非生活必需品消费最关注因素TOP10



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

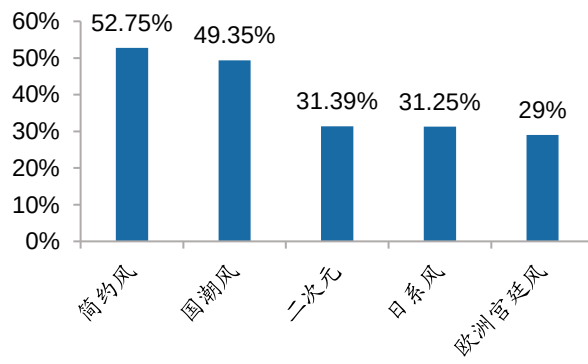
产品颜值映射精神追求，新青年对“简约”与“国潮”的产品风格青睐度较高。根据艾媒咨询，超九成的消费者认为商品颜值会对消费产生重要影响，超五成新青年消费者认为高颜值产品能有效提高自己的生活质量。高颜值的产品可以让使用者心情愉悦，所以产品外观及包装的设计、创意是新青年进行兴趣消费决策时的重点关注因素。

图 8：2024年中国新青年消费者购买高颜值生活日用品的原因



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

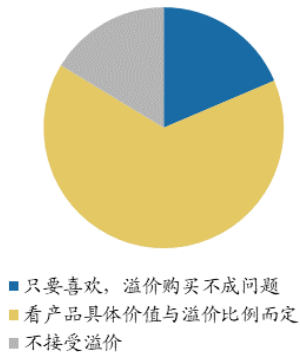
图 9：2024年中国新青年消费者对生活日用品的风格偏好



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

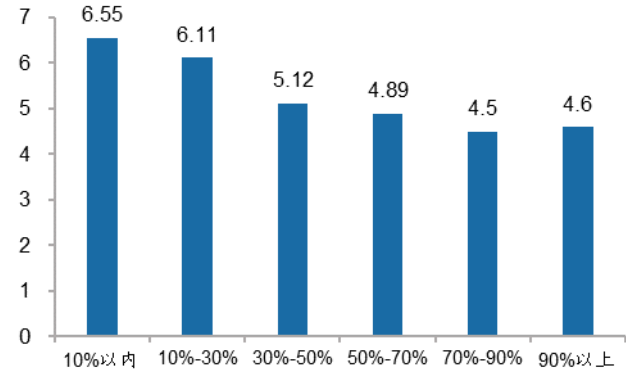
新青年群体引领兴趣消费潮流，愿为个性化体验和爱好支付溢价。根据艾媒咨询，超五成的新青年消费者除生活必需品外，会在一定支出范围内购买兴趣喜好相关品、愉悦自我的产品。超八成新青年消费者可接受产品一定程度的溢价，其中18.61%新青年消费者对喜欢的产品出现溢价较为包容，65.05%新青年会理性考虑溢价比例与商品附加价值的匹配度。对于百元以内的溢价生活用品，新青年消费者比较愿意接受三成以内的溢价幅度，三成溢价以上新青年消费意愿度明显下降。

图 10：中国新青年消费者对产品溢价消费的态度



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

图 11：中国新青年消费者对百元以下的产品溢价比例的接受度



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

注：10分为非常愿意，1分非常不愿意

设计师品牌在服装行业中具有独特的地位，尤其是在结合兴趣消费的背景下，往往能够吸引到更加稳固和忠诚的消费群体。设计师品牌时装产品一般具有强烈的设计师特色及标志性风格，具有较高的辨识度。这些特征令设计师品牌时装与中国服装市场的奢侈品牌、快时尚及商业品牌有所不同。设计师品牌具有独特的设计风格，满足消费者对个性化和艺术价值的追求：产品方面，注重高品质的产品，选用优质材料和精细制作工艺，赢取消费者信任；营销方面，通过限量版与稀缺性策略激发购买欲，提升品牌价值；品牌建设方面，品牌故事与文化内涵与消费者产生情感共鸣，建立品牌忠诚度；客群建设方面，精准的目标客户定位和有效的客户关系管理也使得设计师品牌更好地满足消费者需求，巩固消费人群。因此，由于其独特的设计、高品质的产品以及深厚的文化内涵，设计师品牌能够吸引并维持一群稳定的、高度参与的兴趣消费人群。这类消费者通常对价格不太敏感，而更看重品牌的独特性和个人关联度，使得设计师品牌能够在特定细分市场中保持较强的竞争力和客户忠诚度。根据观研天下数据，预计2022-2025年设计师品牌行业规模CAGR达8.3%

表 5：设计师品牌时装产品特征

	设计师品牌	奢侈品牌	快时尚品牌	大众品牌
定义及说明	设计师品牌时装产品一般具有突出的设计师特色及标志性风格，具有较高的辨识度。就设计师品牌而言，消费者通常较为注重设计、风格及独特的购物体验，因此对价格的敏感度较低。	在消费者看来，奢侈品牌具有价高、质优、美观、稀缺、别致以及众多非功能性特征。	快时尚是快速实现新品时装发布会中的设计的现代词汇，以紧贴最新的时尚潮流。快时尚公司因其週期快得以蓬勃发展：迅速成型、小批量与多品种相结合、运输及交货效率高以及商品以在衣架上标示“有待上架”并附价格标签的方式展示。	大众品牌通常生产数量庞大的以销售为导向的服装产品，涵盖低端至高端全范围内的产品。大众品牌通常更注重较为流行及大众风格的服装产品，具备大批量畅销服装库存量单位。
设计及风格	● 服装产品具有突出的设计师特色及标志性风格 ● 强调一致性设计 ● 设计师对终端产品的影响最大	● 强调品牌文化与产品稀缺性 ● 设计师对终端产品的影响较大	● 潮流设计快速成型 ● 强调产品的种类及多样 ● 设计师跟随市场趋势	● 设计追随大众市场潮流趋势 ● 更加注重大众市场所广泛接受的流行及普通风格设计师跟随大众市场

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

趋势				
主要目标客户	在个人层面追求能体现其身份的优质服装产品的中高收入水平人群	注重社会地位及产品品牌的高收入水平人群	寻求多元化着装体验的中等收入水平人群	对服装产品有多元化需求的不同收入水平人群
代表性品牌	JNBY	Louis Vuitton	H&M	La chapelle
	Exception de MIXMIND	Chanel	Zara	E-land
	Zuczug	Armani	UNIQLO	Vero Moda
	Zukka Pro	Michael Kors		
代表性品牌				
2024 年电商 ASP（元）	1199.62	1923.39	148.16	307.08

数据来源：公司招股书，CIC，久谦，广发证券发展研究中心

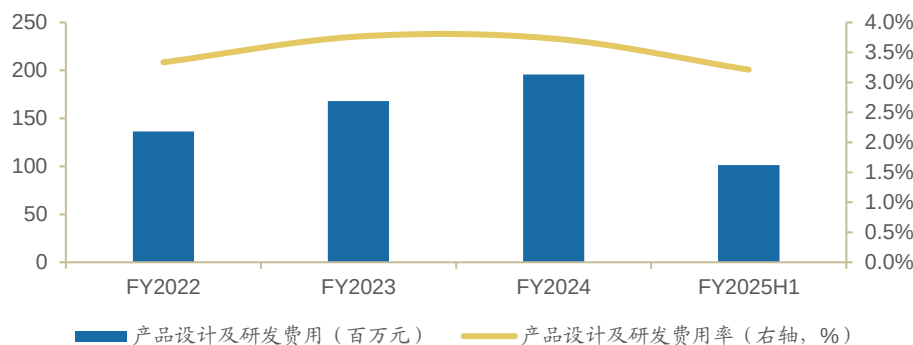
三、公司设计力+品牌力+粉丝运营构建护城河

（一）设计力：设计主导零售，艺术赋能产品力

江南布衣以设计的原创性为品牌成功的核心动力。作为领先的设计师品牌集团，公司一直致力于推动设计力和原创力的发展。公司注重通过赋予设计师团队充足的创作自由，鼓励他们在独立思考和创新的基础上，打造具有独特风格的作品。通过这种方式，江南布衣不仅保持了品牌的独特性和艺术性，还在激烈的市场竞争中占据了领先地位。设计力和原创力成为了公司成功的核心驱动力，持续为品牌注入活力与创新。集团共同创始人李琳于服装设计与零售业务有30年的经验，于1994年开始涉足服装行业，逐步创立及开发其本身的设计，1996年开设第一家零售店销售自己设计的服装，在这一过程中对时装产生了深厚的兴趣和独特的理解。创立公司后，李琳担任首席创意官，亲自把控每一个设计环节，主要负责服装业务的设计与创新。她的独特眼光和创意理念不仅塑造了品牌的风格，也使公司在市场中始终保持着创新和原创的领先地位。

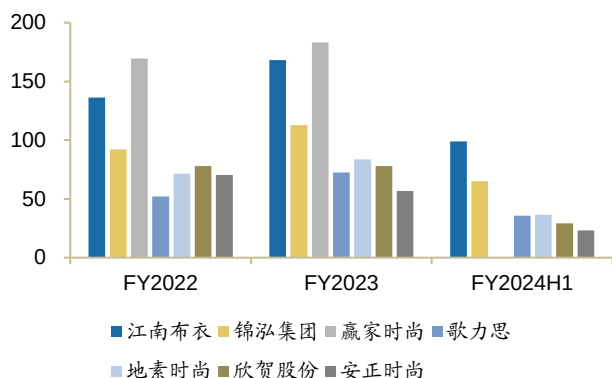
持续推动有效激励和投入，维持设计师团队与品牌的深度绑定。目前，公司旗下每个品牌均设有独立的设计师团队，且主设计师均为业内知名人物，这为产品的独特性和创新性提供了强有力的保障。公司注重通过提供具有吸引力的薪酬待遇，采用受限制股份计划以激励设计师为集团作出贡献，并吸引及挽留出色的设计师，以巩固集团的发展。同时，为了进一步推动创新，公司不定期与外部设计师合作，并与中央圣马丁艺术与设计学院展开三年的奖学金合作，支持中国设计人才的成长。在设计和研发投入方面，公司也保持高标准，FY2024产品设计及研发费用达1.96亿元，同比+16.29%，占全年总收入的3.73%。2022-2024H1，公司产品设计及研发费用率在中高端女装品牌同业中处于领先水平。

图 12: FY2014-2016, FY2022-2025H1公司产品设计及研发费用（百万元）及费用率（%）



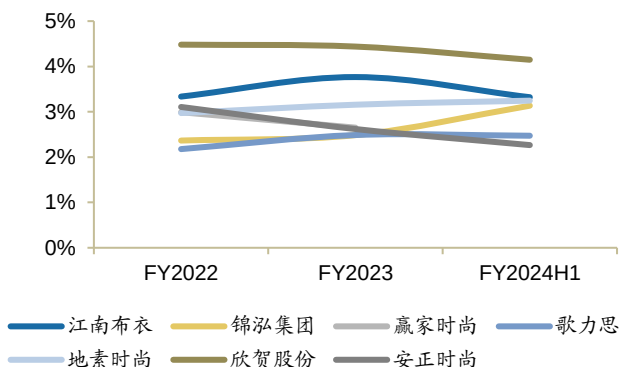
数据来源：广发证券发展研究中心

图 13: FY2022-2024H1中高端女装品牌研发费用(百万元)



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 14: FY2022-2024H1中高端女装品牌研发费用率（%）



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

公司注意控制“时尚风险”，设计与商业取得平衡。公司每一季度的产品阵容中，既有销售类产品，这些产品注重消费者的稳定需求，强调经典款式和高频次购买的实用性；与此同时，先锋类产品则代表了品牌的前瞻性与创新性，尝试融入新的设计理念或元素，为市场带来新鲜感和创意。这种战略一方面体现了公司较为稳定的设计风格，避免盲目追逐潮流，而是基于各个季度的设计主题，依托各品牌的特有风格，打造延续性强的产品。这种设计策略不仅帮助品牌保持一致的视觉风格和市场定位，也使消费者在不同季节中能够识别和认可品牌的独特DNA。相较于追求前置捕捉市场潮流和小单快返的快时尚品牌，公司注意控制时尚风险，更专注于设计工作。另一方面，相较于独立设计师品牌，公司在保留品牌原创设计感的同时，实现了设计自由度与商业的平衡。公司每个季度的设计方向不仅遵循一致的品牌调性和精神，同时也在在此基础上加入适度的创新元素，让客户在每个季度的新款中都有机会探索品牌的内核和文化。

（二）品牌力：构建多元品牌矩阵，实现全面市场覆盖与持续高质量增长

公司通过构建多元化的品牌矩阵，实现市场全面覆盖与持续增长。旗下拥有多个处于不同发展阶段的品牌，从成熟品牌到成长品牌再到新兴品牌，形成阶梯式接力成长模式。其中成熟品牌为JNBY品牌，成长品牌包括LESS、CROQUIS(速写)、jnby by JNBY三大品牌，新兴品牌包括POMME DETERRE(蓬马)、JNBYHOME和B10CK等多个品牌。每个品牌都拥有独特的设计风格和市場定位，针对不同消费群体和生活场景提供高度差异化的产品，包括女装、男装、童装以及家居用品等，满足从儿童到成年、从日常到职场的多元化需求，实现了市场的全面覆盖与持续增长。这种策略促进了品牌间的协同效应，增强了客户粘性，提升了市场占有率，确保了公司的长期稳定发展。

表 6：公司品牌矩阵

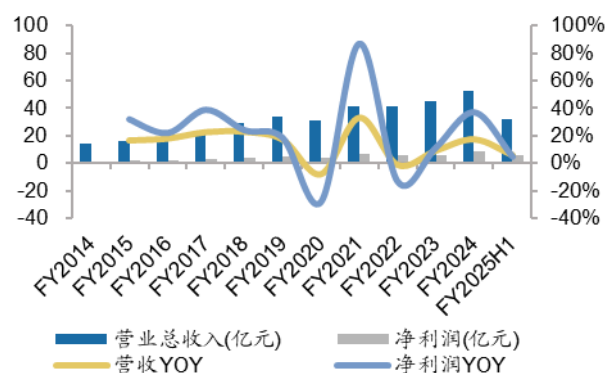
阶段	品牌名称	LOGO	发布年份	品牌理念	目标客户	设计理念	FY20 24 收 入	近五年收 入 CAGR (FY19-24)	2024 年 天猫 ASP (元)	FY2024 门 店数及同 比增速
成熟品牌	JNBY	JNBY	1990's	Just Naturally Be Yourself	介于 25-40 岁的好奇心强，善于发现平凡生活中的惊喜、诗意，将此自然表达的现代女性	现代、活力、意趣、坦然	29.44	9.40%	1076.7	924 (+0.33%)
成长品牌	CROQUIS (速写)	速写	2005	Re-Consider Humorously	介于 25-40 岁的追求穿衣乐趣的男士	优雅、玩味、当代、质感	7.55	3.20%	897.9	310 (+3.33%)
	jnby by JNBY	jnby by JNBY	2011	Free imagination	介于 0 至 10 岁的热爱生活，独立自我，具有一定生活品质的中高产阶级家庭的孩子	自由、想像力、快乐、真实	8.07	11.15%	440.8	493 (+1.44%)
	LESS	LESS	2011	Less is more	介于 30-45 岁的追求简约的生活，独立、理性的新一代职场女性	简约、精工、精致、独立	6.22	16.73%	1464.1	240 (+3.00%)
新兴品牌	POMME DE TERRE (蓬马)	POMME DE TERRE 蓬马	2016	Don't be serious	介于 5-14 岁，随性自在，充满探索精神，追求高品质生活家庭的儿童	随性自在、探索精神、可持续	1.10	8.99%	592.1	37 (+19.35%)
	JNBYHOME	JNBYHOME	2016	Live Lively	介于 25-40 岁，有一定审美水平、关心生活品质，对社会议题有独立见解，拥有自宅且多数组建了家庭	有趣、真实、探索、自由、开放			338.3	

					的人群				
	onmygame	onmygam	2022	科技升级 运动体验	介于 4-15 岁,热爱运 动的品质家庭的孩子	舒适、专业、 活力、自由			306.2
	RE;RE;RE;L AB	RE:RE:RE:LA	2024	再思考、再 利用、再创 造	引领可持续生活方 式的当代消费者,认同 “长期主义”的时尚 哲学	长期主义、 时尚、可持 续			-

数据来源：公司财报，久谦，广发证券发展研究中心

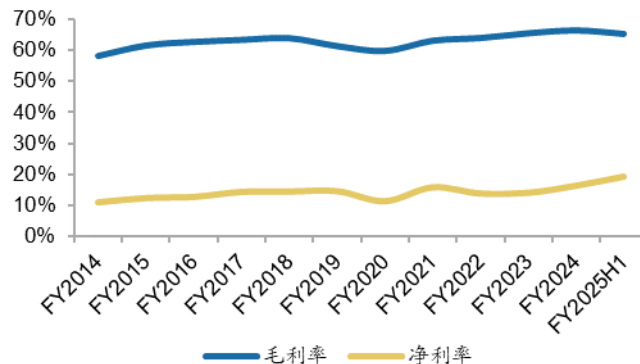
FY2024公司营收利润均大幅提升，实现高质量增长。 FY2019到FY2024公司营收从33.60亿元增长至52.43亿元，年复合增长9.31%。FY2024实现收入52.43亿元，同比增长17.39%；FY2025H1实现收入31.56亿元，同比增长6.00%。收入的增长主要由于实体店可比同店销售增长、线上渠道销售的增长以及线下门店规模的增长所致。净利润方面，从FY2019到FY2024，公司净利润从4.85亿元增长到8.49亿元，年复合增长11.86%。FY2024净利润达到8.49亿元，同比增长36.66%；FY2025H1净利润达到6.00亿元，同比增长4.43%。从盈利角度来看，公司毛利率和净利率维持在较高水平且不断提升，FY2024毛利率、净利率分别达到历史新高的66.25%、16.18%，在同行业中表现突出，主要系集团的综合品牌力提升所致。FY2025H1毛利率、净利率分别为65.14%、19.14%

图 15: 公司历年营收、利润（亿元）及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16: 公司历年毛利率和净利率

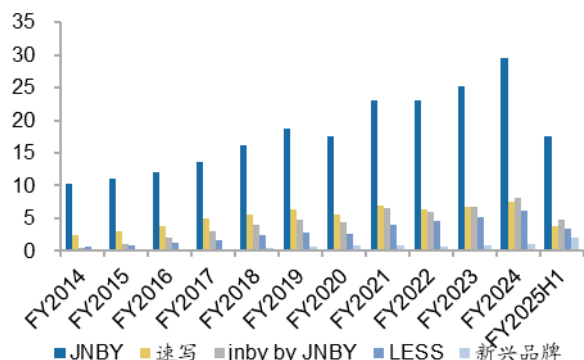


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司品牌矩阵丰富，发展成果显著。（1）成熟品牌JNBY作为公司的核心支柱，凭借其较高的知名度和辨识度，一直保持着稳健的增长态势，收入占比始终领先。根据公司财报，FY2024 JNBY营收达到29.44亿元，占总营收的56.21%，FY2019-2024 CAGR为9.40%，为公司提供了持续的利润和现金流。（2）成长品牌CROQUIS(速写)、jnby by JNBY、LESS增速亮眼。FY2024年，成长品牌组合的营收规模达到21.84亿元，占集团总收入的41.70%，FY2019-2024营业收入CAGR为9.18%。其中童装 jnby by JNBY和女装LESS增速尤为突出，FY2024收入同比分别增长21.43%和18.26%，成为拉动公司增长的重要引擎。（3）新兴品牌 POMME DE TERRE(蓬马)、JNBYHOME等快速成长。虽然目前营收占比相对较低，但发展潜力逐步显现。FY2024新兴品牌整体营收达到1.10亿元，同比增长28.75%，FY2019-2024CAGR为8.99%，占总营收的2.10%。随着品牌力的不断提升和市场需求的回暖，预计未来

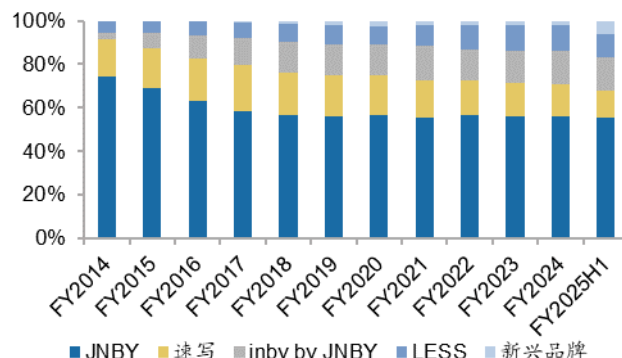
将释放更大的增长潜能。在不同销售环境下，各品牌展现出不同的增长韧性，成熟品牌在挑战年份增速更为稳健，而成长品牌在正常经营年份增速更快。整体来看，公司品牌矩阵丰富多元，各品牌协同共进，推动公司收入结构日趋多元，为公司的持续发展奠定了坚实基础。

图 17：公司历年分品牌营收（亿元）



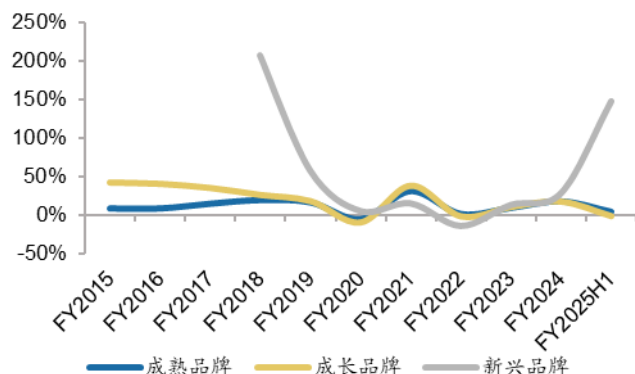
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 18：公司历年分品牌营收结构



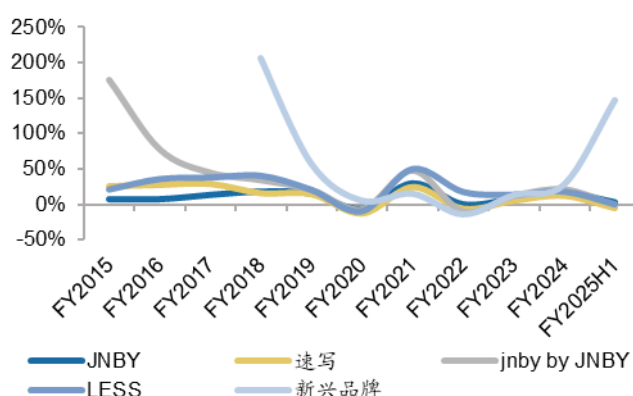
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 19：公司历年各品牌组合营收增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

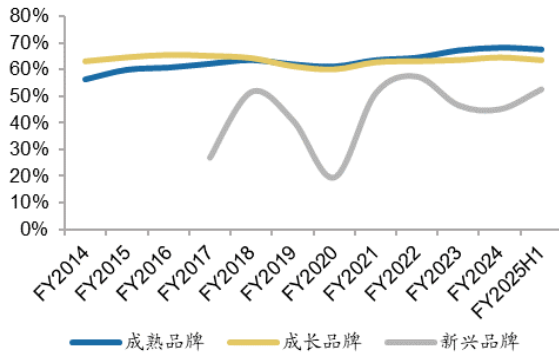
图 20：公司历年各品牌营收增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

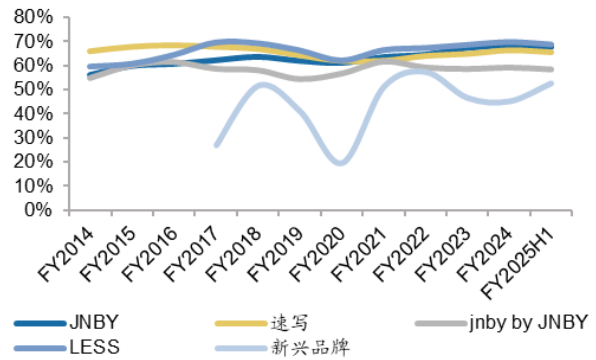
各品牌毛利率表现各有不同，成熟品牌和成长品牌领涨，新兴品牌潜力待发。分品牌来看，各品牌在毛利率上展现出不同的特点。成熟品牌和成长品牌的毛利率水平与总体相近，均稳定保持在60%以上。其中，成熟品牌由于拥有稳定的客户基础和市场地位，其毛利率最高且提升速度最快。从FY2019的61.95%到FY2024年的68.22%，成熟品牌的毛利率提升了6.27pct。成长品牌同样表现出色，其毛利率从FY2019的61.30%提升至FY2024年的64.67%，增加了3.37pct。相比之下，新兴品牌处于发展起步，其毛利率在FY2024年仅为44.97%，相对略低。但预计未来，随着市场认知度的提升和成本的优化，新兴品牌的毛利率也将持续提升。

图 21: 公司历年各品牌组合毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

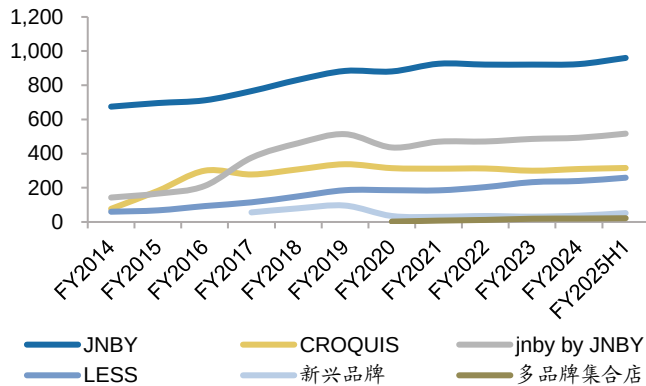
图 22: 公司历年各品牌毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

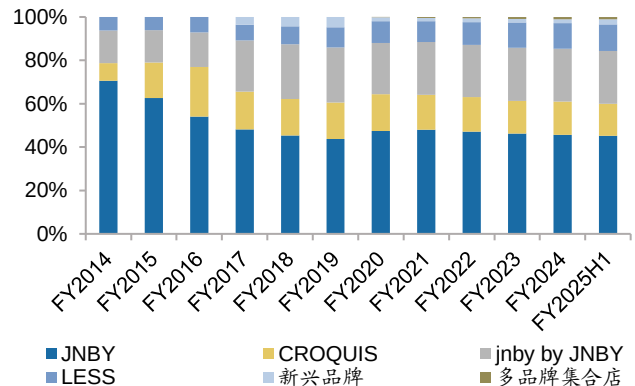
从渠道规模上看,截至FY2025H1,公司共有门店2126家,其中JNBY/CROQUIS(速写)/jnby by JNBY/LESS/新兴品牌/多品牌集合店的门店数量分别为960/316/517/259/52/22家,占比分别为45.16% / 14.86% / 24.32% / 12.18% / 2.45% / 1.03%。从扩张节奏上看,不同品牌的渠道规模扩展节奏略有分化。近5年JNBY、jnby by JNBY、LESS 及“江南布衣+”多品牌集合店持续净开,当前门店规模(FY2025H1末)相较疫情前(FY2019末)实现净开店76/3/73/22家;而CROQUIS(速写)和新兴品牌门店数有所下滑,较FY2019净关店22/44家。

图 23: 公司历年各品牌门店数(家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 24: 公司历年各品牌门店数量结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

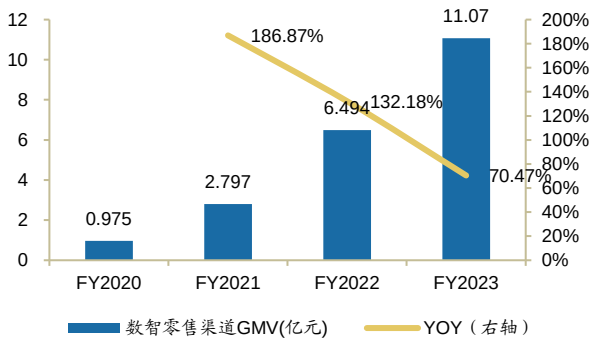
实现多品牌联动, 打造零售新场景。公司通过多品牌联动, 打造创新零售新场景, 不断推出包括“不止盒子”及“江南布衣+”多品牌集合店等新兴消费场景或产品, 提供给消费者更多增值服务, 深化品牌协同效应。(1)“江南布衣+”集合店: 自2016年起, 公司推出“江南布衣+”集合店, 整合旗下多个品牌, 打破传统品牌边界, 为消费者提供一站式购物体验。集合店不仅提供衣物护理、维修和定制等会员专属服务, 还通过多样化的艺术装置传递品牌价值, 提升门店形象。(2)“BOX+不止盒子”: 2018年, 公司推出定制化会员服务“BOX+不止盒子”, 通过专业搭配师为会员量身设计个性化搭配, 并以“盲盒”形式寄送, 每套含3-5件衣物。会员可享受每年6次试穿服务, 若满意可通过小程序购买, 不满意则可免费退还。公司通过资深设计

师的专业搭配建议和试穿服务，为顾客提供了更加便捷的购物体验。进一步提升用户体验与品牌粘性。截至FY2024，“BOX+不止盒子”已累计服务超24.5万会员。

（三）渠道力：融合粉丝经济与数智化策略，优化全域零售转化效能

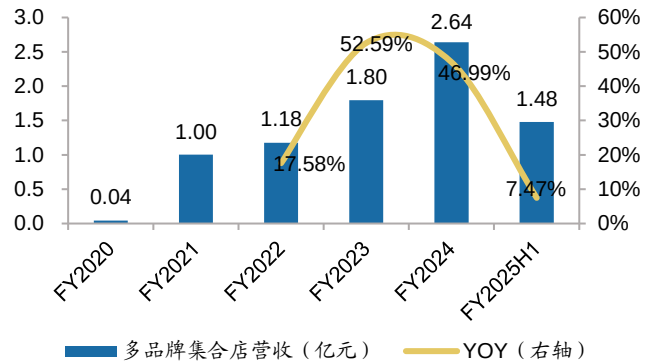
数智化零售战略驱动销售增长与运营优化。公司强化国内外零售网络的精细化管理，通过深化私域运营增强消费者黏性，利用微信小程序等腾讯生态系统工具，在离店销售、私域运营方面挖掘销售机会，为私域会员提供新产品推广、穿搭建议、直播等多种增值服务，增加了离店销售数量，有效弥补了线下客流量的波动。公司推出“不止盒子”、“江南布衣+”多品牌集合店等新兴消费场景，不仅增强了品牌的店铺形象，还提供了更多的增值服务给消费者。FY2023年，包括“不止盒子”、“微商城”、“多元化社交电商”在内的数智零售渠道，GMV达到11.07亿元，同比增长70.47%，CAGR（FY2020-2023）达124.76%。FY2024“江南布衣+”集合店收入同比+46.99%至2.64亿元，彰显集团品牌力与新渠道的快速增长。公司强大的库存共享及分配系统为这些策略提供有力支持，实现了从设计、制造到销售的全程数字化管理，大幅提高了库存管理效率。FY2024年，该系统带来的增量零售额达到11.03亿元，同比增长31.8%。

图 25：公司数智零售渠道GMV（亿元）及增速



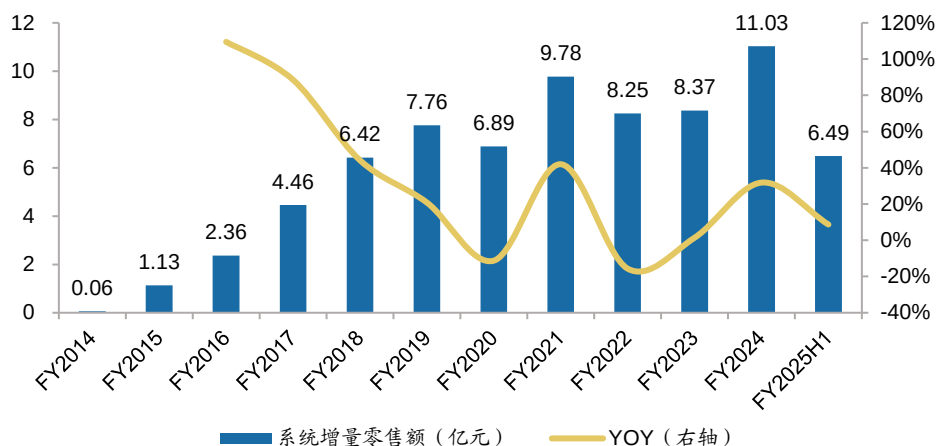
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26：公司多品牌集合店营收（亿元）及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 27: 公司存货共享和分配系统零售增量 (亿元) 贡献及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

粉丝经济战略增强用户粘性，推动销售业绩稳健增长。公司通过实施以粉丝经济为核心的全域零售网络优化策略，建立包括零售店、网上平台及微信营销服务平台的全渠道互动平台，显著增强了用户粘性和品牌忠诚度。**(1) 会员数量：**通过精细化会员运营、提供增值服务和个性化服务，以及丰富多样的会员权益，公司成功降低了边际获客成本，提升了人均会员消费，促进了社群建设和品牌价值观传播，确保了头部会员忠诚度的稳定增长，并推动了整体销售业绩的稳健提升。根据公司财报，FY2018-2023期间，会员数、活跃会员数及高消费会员数（年购买额超5000元）的年复合增长率分别达到22.51%、7.21%和9.92%。截至FY2025H1，活跃会员数超过54万，高消费会员数（年购买额超5000元）超过33万个，后者贡献近46.8亿元的零售额，占线下销售额超六成，较之前有明显提升，且活跃会员向高价值会员的转化率也持续提升，由FY2016的47.37%提升至 FY2025H1的61.11%。**(2) 粉丝数量：**公司不断拓宽线上业务至多个第三方平台，不仅涵盖传统的第三方平台如天猫和京东，而且早在2014年就开始布局微信生态系统，深耕微信商城的运营。如今，大部分会员注册通过微信公众号完成。面对新兴社交媒体的崛起，公司同样迅速响应，在抖音、小红书、哔哩哔哩以及微信视频号等平台上活跃经营。根据公司业绩会PPT，截至FY2024，江南布衣在主流社交平台上的总粉丝数已超过897万，相较于上一同期的778万实现了显著增长，且其官方账号及旗舰店的粉丝量在同行业中名列前茅。

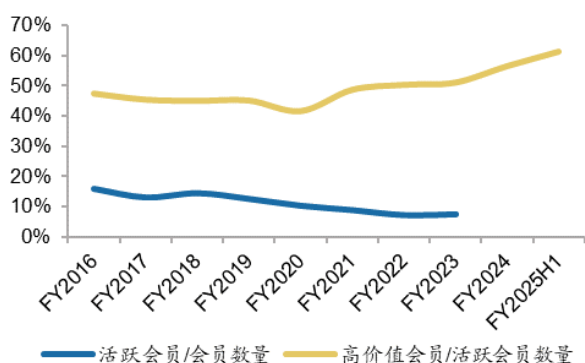
表 7: 公司会员体系发展情况

会员体系发展情况	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025 H1
会员账户数 (万个)	逾 120	逾 200	逾 250	逾 360	逾 420	逾 490	逾 590	逾 690	-	-
YOY		66.67%	25.00%	44.00%	16.67%	16.67%	20.41%	16.95%	-	-
贡献的零售额占比	56.70%	62.60%	68.50%	约七成	约七成	约七成	约七成	约八成	逾八成	逾八成
活跃会员账户数 (万个)	逾 19	逾 26	逾 36	逾 45	逾 43	逾 43	逾 42	近 51	逾 55	54
YOY	65.22%	36.84%	38.46%	25.00%	-4.44%	0.00%	-2.33%	21.43%	7.84%	-1.82%

年度购买总额超过人民币 5000 元的会员账户数（万个）	逾 9	逾 11.8	逾 16.2	逾 20.3	逾 17.9	逾 20.9	逾 21.1	近 26	逾 31	逾 33
YOY	52.54%	31.11%	37.29%	25.31%	-11.82%	16.76%	0.96%	23.22%	19.23%	10.00%
消费零售额（亿元）	10.8	14.0	19.2	24.0	21.0	26.1	27.8	35.4	44.9	46.8
线下零售额贡献占比		逾四成	逾四成	逾四成	逾四成	逾四成	逾四成	逾六成	逾六成	逾六成

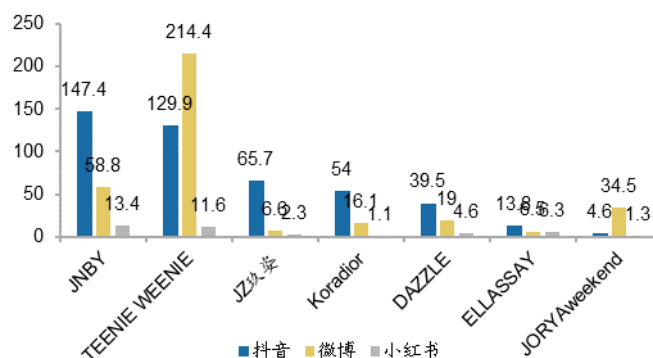
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 28：公司历年会员转化率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

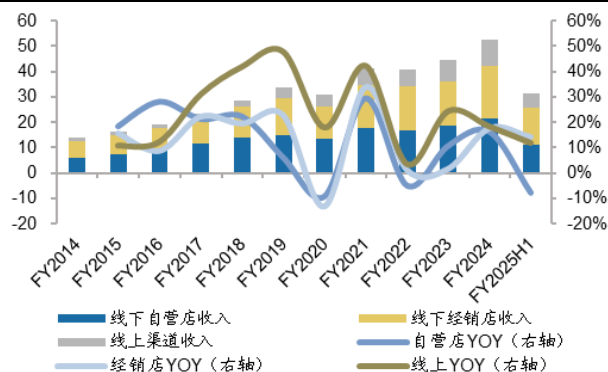
图 29：JNBY及可比品牌平台粉丝数量（万）(截至 2025.1.8)



数据来源：各公司自媒体官方账号及品牌旗舰店，广发证券发展研究中心

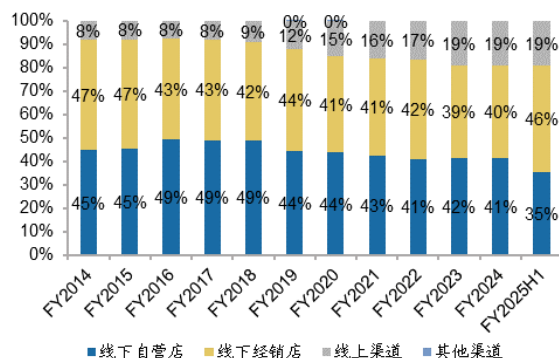
线下渠道稳步增长，线上渠道快速发展。 FY2024年公司线下自营、线下经销、线上渠道收入分别为21.59、20.71、10.08 亿元，分别占总营收41.21%、39.54%、19.25%，CAGR（FY2016-FY2024）分别为10.94%、12.30%、27.67%。线上渠道快速增长，收入增速始终保持为正，FY2024线上渠道收入同比+18.39%，占比持续提升，FY2024占比19.25%，比FY2016的7.51%提高了11.74%；毛利率达63.8%，较上一年度提高了2.4pct。线下渠道方面，虽然经历了FY2020和FY2022的增速下滑，但在FY2023开始复苏，并且在FY2024自营店和经销商渠道分别实现了16.43%和17.72%的增长率，同时毛利率也有所提高，自营店达到74.10%，经销渠道达到59.30%。整体来看，各渠道的毛利率自2022年以来呈现出稳定或上升的趋势，特别是电商渠道，从2016年的不足40%大幅提升至2024年的63.8%，有力地推动了公司整体毛利率的提升。

图 30：公司历年分渠道营收（亿元）及增速



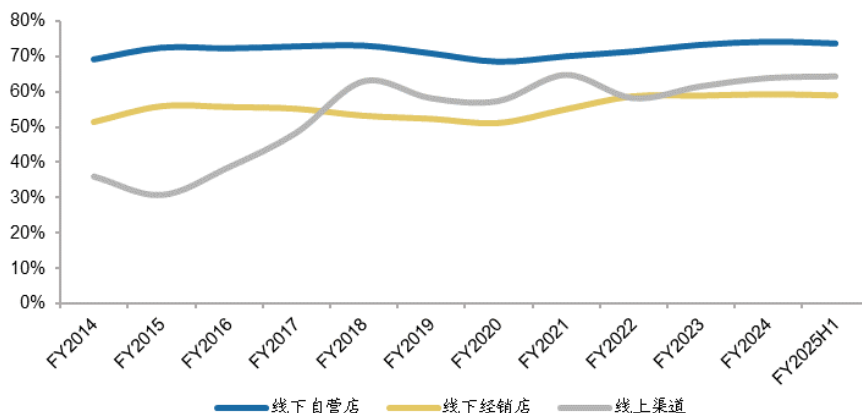
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 31：公司历年分渠道营收结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

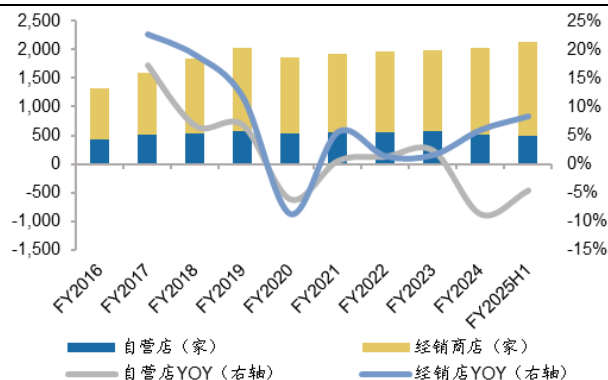
图 32：公司历年分渠道毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

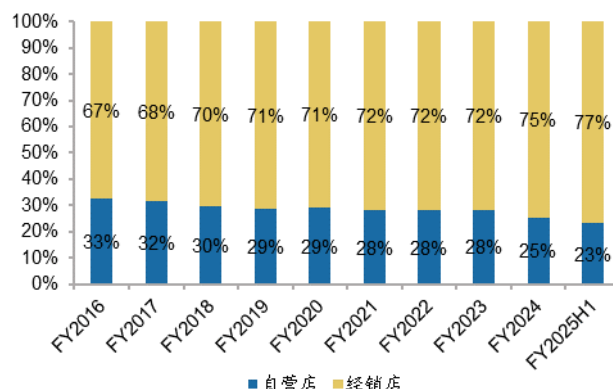
构建稳定线下网络，注重店效提升。截至FY2025H1，集团线下门店总数稳健增长至2126家，其中，自营店492家，占比23.14%；经销商店1634家，占比76.86%。公司自营和经销渠道均衡发展，渠道结构稳定且均衡，在一二线及省会等高线城市更多采用自营模式，而低线城市则侧重于经销商布局。在门店增速方面，尽管2020-2024年间受外部特殊因素影响有所波动，但整体保持稳中有升，尤其是FY2024，公司在合理控制开店节奏的同时，不断推进费率优化，单店提质增效，实现了新增实体零售店增速1.71%，而可比同店增速高达10.70%，店效约208.98万元/家。公司营收增长主要依赖内生性店效提升，通过数智零售、店铺形象优化、面积扩大、件单价提升及会员精细化运营等措施，有效赋能渠道，驱动同店销售逆势高增长。展望未来，公司预计每年开店数量将保持低单位数比例增长，而余下增长主要来源于店效的持续提升。

图 33: 公司历年分门店数量及增速



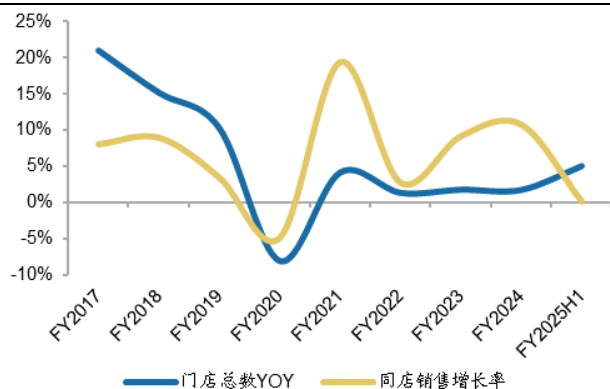
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 34: 公司历年门店结构



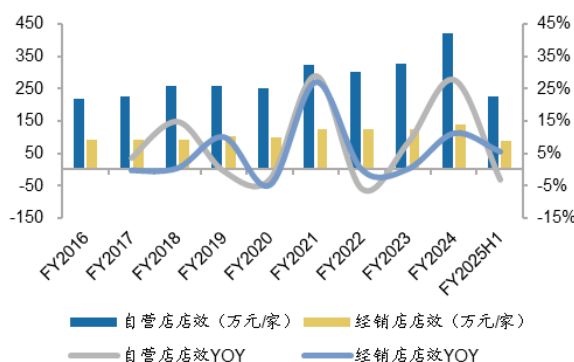
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 公司门店数量增速及同店销售增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

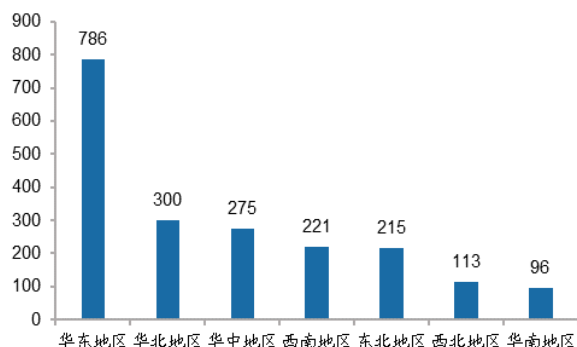
图 36: 公司历年门店结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

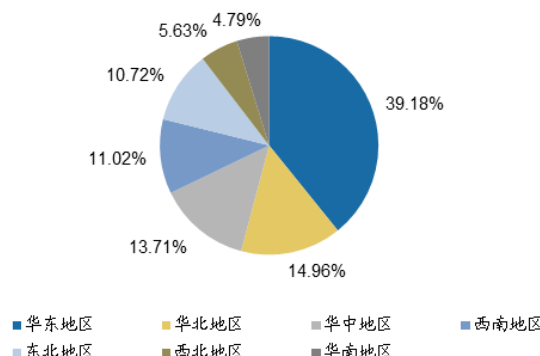
从地域与城市层级布局来看, 公司渠道力强主要源于两大因素。首先, 公司凭借位于经济较发达地区的区位优势, 创立于时装行业发达的杭州, 并在华东区域实现了销售网络的最密集覆盖。截止FY2024, 公司在中国地区(包含中国香港及中国台湾)共有2006家门店, 其中华东地区门店数量高达786家, 占比39.18%, 成为门店数量最多的地区, 其次是华北和华中地区, 占比分别为14.96%和13.71%。这一区位优势不仅帮助公司在华东地区实现高密度覆盖, 还带动了整体业绩增长。其次, 公司聚焦一二线城市高收入客群, 从城市层级分布来看, FY2024年公司一线、二线城市门店数量占比分别为11.4%和33.9%, 合计占比达45.3%, 三线城市门店数量占比为32.7%。高线城市店铺不仅数量上占据优势, 销售收入贡献更为显著, 一线/二线/三线城市门店的零售规模占比分别为14.0%/38.3%/29.9%, 一二线城市店铺合计销售收入占比高达52.3%, 进一步彰显了公司渠道在高收入客群中的强大影响力。

图 37: FY24年公司中国地区零售店铺地理分布数量 (家)



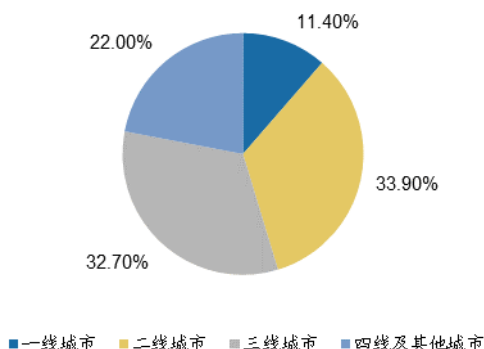
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心
注: 包括中国内地、中国香港及中国台湾地区

图 38: FY24年公司中国地区零售店铺地理分布结构



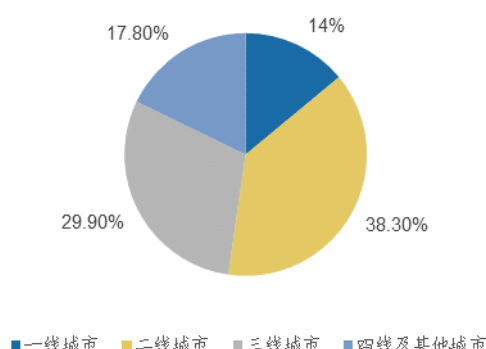
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心
注: 包括中国内地、中国香港及中国台湾地区

图 39: FY2024中国内地城市层级店铺分布 (按店铺规模占比)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 40: FY2024中国内地城市层级零售额分布 (按零售规模占比)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利做出如下假设:

收入拆分: 我们预计公司 FY2025-FY2027 年主营业务收入分别达 55.2、60.1、65.7 亿元, 同比增长 5.4%、8.9%、9.3%。其中:

考虑成熟品牌步入稳步发展阶段、新兴品牌经营仍在探索期, 我们预计公司 FY2025-FY2027 成熟品牌及新兴品牌门店数大致维持稳定, 成长品牌处于快速发展阶段, 预计门店数延续过往门店增长趋势, FY2025 净增 20 家, FY2026-2027 门店增长有望提速至每年净增 50 家; 由于不同品牌的发展阶段不同, 同时考虑宏观消费环境的影响, 我们预计 FY2025-FY2027 成熟品牌店均维持 2%增长、新兴品牌店均维持 8%增长, 我们预计随着消费环境回暖, 成长品牌 FY2026-FY2027

店均将提速，由此我们预计 FY2025-FY2027 成长品牌店均将分别同比增长 8%、12%、12%。综上我们预计 FY2025-2027 成熟品牌营收 CAGR 增长 2%，成长品牌营收分别同比增长 10%、17%、17%，新兴品牌营收分别同比增长 5%、8%、8%。

毛利率：考虑公司消费客群忠诚度较高、公司营运能力优秀，预计公司各品牌渠道毛利率大致保持稳定，但考虑到公司较低毛利率的经销及线上渠道增速较快，预计 FY2025-FY2026 各品牌毛利率略微下降，预计 FY2025-FY2027 成熟品牌毛利率分别为 68.1%、68.0%、68.0%；成长品牌毛利率分别为 64.6%、64.5%、64.5%；新兴品牌毛利率分别为 44.9%、44.8%、44.8%；综上，预计集团毛利率分别为 66.1%、65.9%、65.8%。

表 8：分业务盈利预测拆分

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成熟品牌营收（百万元）	2513.39	2944.17	3003.05	3069.75	3137.90
成熟品牌毛利率	67.20%	68.20%	68.10%	68.00%	68.00%
成长品牌营收（百万元）	1866.42	2184.14	2404.10	2819.24	3299.40
成长品牌毛利率	63.70%	64.70%	64.60%	64.50%	64.50%
新兴品牌营收（百万元）	85.32	109.84	115.33	124.56	134.53
新兴品牌毛利率	46.40%	45.00%	44.90%	44.80%	44.80%
集团总营收（百万元）	4465.12	5238.15	5522.49	6013.55	6571.83
集团毛利率	65.30%	66.30%	66.10%	65.90%	65.80%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

费用率：考虑 FY2025 年 30 周年庆、数字零售改革等因素影响，预计 FY2025-FY2026 营销费用率同比增长 0.5pct，管理费用率同比增长 0.2pct，预计 FYFY2027 费用率将有所回落，预计 FY2025-2027 公司销售费用率分别为 35.4%、35.9%、35.4%；管理费用率分别为 10.0%、10.2%、10.0%。

投资建议：综上，预计公司 FY2025-FY2027 年 EPS 分别为 1.68/1.74/1.94 元/股。可比公司为中高端女装行业头部且均为上市公司，其中赢家时尚估值处于可比公司靠后水平，主要系其利润率波动较大且商誉占比较大，同时近年来多品牌营收分散，协同成本高，面临不确定的宏观环境业绩不确定性相对较强，有一定的估值折价；锦泓集团估值处于可比公司中间水平，主要系其净利率波动较大、ROE 较低，同时库存周转天数处于相对较高位置、面临一定库存压力；地素时尚、歌力思估值处于可比公司靠前水平，其中地素时尚毛利率、净利率、周转率均处于行业领先地位，歌力思主要系其收购的国际品牌 IRO 等有助于提升品牌溢价，资本市场看好集团高端女装发展战略，同时其收购的 ELLASSAY 品牌稳定增长对冲了部分业绩不确定性。参考可比公司，考虑公司优于同业的盈利能力，业绩确定性较强，同时分红水平较高，给予公司 FY2025 年 PE 估值 10 倍，对应合理价值 18.25 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值（收盘价截至2025年3月10日）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
赢家时尚	03709.HK	HKD	7.52	0.80	0.92	1.10	8.69	7.53	6.28
地素时尚	603587.SH	RMB	12.09	0.73	0.84	0.94	16.63	14.43	12.80
锦泓集团	603518.SH	RMB	9.08	0.85	1.02	1.20	10.65	8.86	7.58
歌力思	603808.SH	RMB	7.28	0.17	0.45	0.59	42.82	16.04	12.40
平均值							19.70	11.71	9.76

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测为wind一致预期，港元兑人民币汇率为0.9221

五、风险提示

1.宏观经济下滑的风险

经济持续下滑，则会影响到终端消费，如果终端消费持续低迷，则对整个服装消费有很大影响，一旦下游销售渠道不畅，则整个行业都将受到影响。

2.运营效率下降的风险

若库存积压与供应链协同性弱化，服装品牌库存周转天数延长，库存积压不仅占用资金、还会导致仓储成本上升和过季贬值风险。同时渠道管理能力下降等，会导致品牌公司内部资源分散、运营成本上升等风险。

3.品牌调性下降的风险

品牌文化内涵不足、定位模糊等问题会引起品牌调性下降的风险，从而会引起品牌公司溢价能力衰退、客群流失，进而影响公司业绩。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	2,223	2,594	2,756	2,948	3,170
现金及现金等价物	525	699	810	908	1,026
应收账款及票据	125	122	128	140	153
存货	790	720	859	942	1,033
其他	782	1,054	958	958	958
非流动资产合计	1,843	1,778	1,851	1,916	1,975
固定资产净值	463	427	479	527	569
长期投资	211	243	243	243	243
商誉及无形资产	766	745	765	784	801
其他	403	363	363	363	363
资产总额	4,066	4,372	4,607	4,864	5,145
流动负债合计	1,616	1,746	1,756	1,783	1,813
短期借款	100	0	0	0	0
应付账款及票据	236	261	281	308	338
其他	1,280	1,485	1,475	1,475	1,475
非流动负债合计	469	415	465	515	565
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	469	415	465	515	565
总负债	2,084	2,161	2,221	2,298	2,378
普通股股本	5	5	5	5	5
储备	1,985	2,152	2,326	2,506	2,708
其他	-8	13	13	13	13
归母权益总额	1,982	2,169	2,344	2,524	2,725
少数股东权益	0	42	42	42	42
股东权益合计	1,982	2,212	2,386	2,566	2,768
负债及股东权益合计	4,066	4,372	4,607	4,864	5,145

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	4,465	5,238	5,522	6,014	6,572
营业成本	1,548	1,768	1,873	2,052	2,250
毛利	2,917	3,470	3,650	3,961	4,322
其他收入	1	5	5	5	5
营销费用	1,695	1,827	1,954	2,158	2,325
行政管理费用	446	506	553	615	659
营业利润	777	1,142	1,147	1,194	1,343
利息收入	36	49	15	17	19
利息支出	45	38	0	0	0
权益性投资损益	0	-1	0	-1	-1
其他非经营性损益	9	13	7	6	9
除税前利润	851	1,213	1,219	1,258	1,417
所得税	230	365	345	358	410
合并净利润	621	848	873	900	1,006
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归母净利润	621	849	873	900	1,006

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	939	1,603	858	962	1,066
合并净利润	621	848	873	900	1,006
折旧与摊销	416	417	127	134	141
营运资本变动	-136	222	-136	-67	-74
其他非经营性调整	38	115	-6	-6	-8
投资活动现金流净额	-240	-283	-48	-144	-142
处置固定资产收益	1	0	7	6	9
资本性支出	-155	-144	-200	-200	-200
投资资产支出	-116	-255	96	0	0
其他	31	116	50	49	49
融资活动现金流净额	-772	-1,148	-699	-720	-805
长期债权融资	-390	-419	0	0	0
股权融资	10	-2	0	0	0
支付股利	392	727	699	720	805
其他	-784	-1,453	-1,397	-1,440	-1,610
现金净增加额	-67	173	112	98	118
期初现金余额	592	525	699	810	908
期末现金余额	525	699	810	908	1,026

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	9.3%	17.3%	5.4%	8.9%	9.3%
营业利润增长率	8.1%	46.9%	0.5%	4.1%	12.5%
归母净利增长率	11.2%	36.7%	2.9%	3.1%	11.8%
获利能力					
毛利率	65.3%	66.3%	66.1%	65.9%	65.8%
净利率	13.9%	16.2%	15.8%	15.0%	15.3%
ROE	31.4%	38.4%	36.6%	35.1%	36.4%
偿债能力					
资产负债率	51.3%	49.4%	48.2%	47.2%	46.2%
有息负债率	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7
利息保障倍数	17.3	30.5			
营运能力					
应收账款周转天数	10.1	8.4	8.4	8.4	8.4
存货周转天数	183.8	146.7	165.2	165.2	165.2
应付账款周转天数	55.0	53.1	54.1	54.1	54.1
每股指标					
每股收益	1.20	1.64	1.68	1.74	1.94
每股净资产	3.82	4.26	4.60	4.95	5.34
每股经营现金流	1.81	3.09	1.65	1.85	2.05
估值比率					
PE	6.5	8.6	8.2	7.9	7.1
PB	2.1	3.4	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	3.0	4.2	4.9	4.7	4.1

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

李 咏 红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

董 建 芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。